

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 17920061151545

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

新宁物流价值评估分析

Analysis on Valuation of New Ning logistics Co., Ltd.

吕 华 亭

指导教师姓名: 李 常 青 教 授

专 业 名 称: 工商管理 (MBA)

论文提交日期: 2011 年 4 月

论文答辩时间: 2011 年 5 月

学位授予日期: 2011 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2011 年 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

企业价值可以是指企业的社会价值，表明企业为社会创造财富、提供就业、满足国家宏观调控的作用大小；也可以是指企业的经济价值，将企业本身作为一种特殊商品，通过一定的途径来货币化表示。企业价值是企业各种要素质量和企业能力的综合反映，它的价值取决于企业整体获利能力和未来的预期收益，并非单个资产价值的简单相加。

上市公司股票估值就是通常所说的上市公司价值评估，它是证券分析中最重要、最关键的环节。在证券市场研究中，从宏观分析、资本市场分析、行业分析及公司财务分析，到提出投资建议，估值起着一种承上启下的桥梁作用。合理准确的估值才能发现公司的真正价值，而股价最终取决于公司的内在价值。“市场先生”和投机因素的影响会使股价暂时偏离股票的内在价值，但最终股价会回归价值。价值投资才是广大投资者获取投资收益的基础。

就物流行业来看，物流行业公司价值评估是一项综合性的资产评估，是对公司整体经济价值进行判断、估计的过程，主要是服从或服务于公司的产权转让或产权交易。在经济金融化、全球化和以信息技术为核心的高新技术迅速发展的形势下，全球公司间的并购活动日益频繁，被收购目标公司的定价问题显得非常重要，公司价值评估的应用空间得到了极大的拓展。就具体实体企业来看，新宁物流归属于物流行业比较典型的上市公司，在一定程度上代表了物流行业的整体发展概况，对该企业进行实证研究具有现实意义。

本研究分析物流企业价值与价值评估相关理论，讨论有关企业价值评估模型，证明现金流量折现模型以及相对价值模型的作用机理，结合目前我国物流公司估值体系的实际情况和发展趋势，针对运行现状和亟待完善的现实，总结物流企业价值评估基本问题；检验物流企业价值评估操作模式和物流企业价值评估影响因素。以新宁物流上市公司的估值展开实证分析，重点讨论物流行业发展环境、新宁物流的基本层面、财务层面，进而进行二阶段自由现金流量估值分析，同时提供基于评价结果的投资决策。

关键词：上市公司；公司估值；新宁物流；现金流量

ABSTRACT

The value of the enterprises can be the social value of them, which creating wealth for society , providing employment, and meeting the role of the nation macro-controlling. It also means the economic value, looking itself as a special Goods and representing the currency through some ways. Enterprises' value is the general reflection of the quality and capabilities of the various elements. Its value depends on their overall profitability and the expected income of future, not the simple adding of the individual asset value.

The valuation to shares of listed companies is known as the assessment of the listed companies' value, it is the most important and critical link in security analysis. In the research of the stock market, the valuation plays a bridge-role wherein the macro analysis, capital market analysis, industry analysis ,company financial analysis and the making investment recommendation.. The company's true value can be found only through the reasonable and accurate valuation, and the stock price ultimately depends on its intrinsic value. "Mr. Market" and speculative factors may make the stock price temporarily deviating from the intrinsic value, but finally, the stock price will be back to its value. The value investment shall be the basis of getting the income for the major investors.

As for the logistics industry, the valuation of logistics industry company is a comprehensive assets assessment, it is the process of the estimating and judging to the overall economic value of the company. It also obeys or serves for the transfer or transaction of the company's property. Under the conditions of the finance and globalization of the Economy and rapid development of high-tech which core is information technology, the mergence between the global companies becomes increasingly frequent, and the pricing of the acquired company becomes very important, so the assessment of the company's value has been greatly expanded. As for the specific entities, the New Ning logistics is rather a typical listed company in the logistics industry. To a certain extent, it represents the overall development of the logistics industry , so making the empirical research of it has a real significance.

The Papers studies and analyzes the relative theories of the enterprise value of the logistics and value assessment, discusses the business valuation models, proves the cash flow model and the relative value of the model mechanism. Combining with

the situation and trend of valuation system of logistics, the Papers summarizes the basic issues of the valuation of the logistics company, and tests the operating mode and factors of it. Through the valuation of the New Ning logistics, the Papers focuses on the developing environments of the logistics industry, and the basic and financial level of New Ning logistics, then, it analyzes the valuation of the free shares. Meanwhile, the Papers provides the investment decisions which is based on the assessment results.

KEY WORDS: Listed Companies; Company Valuation; New Ning logistics; Cash flow

目 录

第一章 导 论	1
1.1 研究背景与问题提出	1
1.2 文献回顾	2
1.3 研究目标、内容与方法	5
1.4 可能的创新和不足	6
第二章 物流企业价值与价值评估相关理论	8
2.1 企业价值与价值评估概述	8
2.2 企业价值评估模型	13
2.3 物流企业价值评估基本问题	17
第三章 新宁物流价值影响因素分析	21
3.1 国家宏观经济环境分析	21
3.2 区域经济状况分析	25
3.3 物流行业发展分析	26
3.4 新宁物流基本层面分析	35
3.5 新宁物流财务层面分析	40
第四章 新宁物流价值评估	44
4.1 发展前景预测	44
4.2 假设条件	46
4.3 现金流量模型估值分析	49
4.4 基于评价结果投资决策分析	50
第五章 结论和建议	52
5.1 结论	52
5.2 建议	52
参考文献	56
附 表	58
后 记	65

第一章 导 论

1.1 研究背景与问题提出

认识价值，是一切经济和管理行为的基础和前提。现代公司价值理论的基本观点认为，公司价值取决于公司未来的获利能力，是公司未来收益的资本化。对于公司价值进行量化计量的理论体系的建立，最早可以追溯到艾尔文·费雪的资本价值理论及莫迪利安尼和米勒的价值评估理论。

公司价值评估研究是一门综合性的学科，它涉及到会计学、金融学、经济学、企业战略、公司财务、产业组织理论等相关概念，如何把这些知识有机的融合在一起，以进一步构建价值评估理论体系、完善各类评估方法模型、梳理综合财务信息状况、把握整体公司治理结构，对于解决公司价值评估问题现存的缺陷及带动其发展有着积极的作用。

物流业作为一个新兴产业，非常有必要对其进行价值评估。从宏观上看，加入 WTO 后面对严峻的竞争环境，必须对我国传统的物流行业进行彻底改革，从根本上改变目前分割、零散、重复、浪费、效率低的状况，建立我国专业化、社会化的物流体系。因此，必须对物流企业价值进行全面评估，立足长远，认真剖析企业的获利能力、创新能力和抗风险程度。

西方国家经过几十年的探索和实践，目前在公司估值管理体系方面的建设已趋于成熟。但是，我国公司估值在有效标准缺位的同时，财务分析方法又出现多重性，特别是公司估值目标与模型体制还不太完善。一方面，贴现现金流模型、市盈率模型和期权模型弊端在一定程度上存在，会影响最终的公司估值结论；另一方面，中国证券市场中的公司股票市盈率比发达国家的要高出很多，与其它新兴市场国家之间的市盈率差距也很大，中国证券市场中上市公司的股价是否存在泡沫需要合理的市盈率多因素估值模型加以确认。

消除上述弊病的主要方法是在公司估值层面运用一套科学合理的有效管理体系，因此，有必要采取理论分析和实证分析相结合的方式，解决在公司估值管理理论与方法的领域中存在的问题。

1.2 文献回顾

企业价值评估是当今国际评估行业迅速发展的领域之一，在评估理念和技术思路上与传统的资产评估有较大的不同。在西方发达国家，对企业价值的评估，理论界已经有了比较多的阐述，并逐渐建立了比较完整的企业价值评估理论体系。以下将从国内、国外两个研究范畴将学者观点作系统概述。

1.2.1 国外相关研究综述

1.2.1.1 艾尔文·费雪的资本价值理论

现代企业价值理论起源于费雪的资本价值理论。1906 年费雪在《资本与收入的性质》中论述了收入与资本的关系和价值的源泉问题，为现代企业价值理论奠定了基础。书中指出资本能带来一系列未来收入，资本的价值实质上就是未来收入的折现值，也就是未来收入的资本化。书中进一步指出，任何财产或所拥有财富的价值均来源于这种能产生与其货币收入的权利，从而使财产或权利的价值可通过对未来与其收入的折现得到。利息率是连接收入与资本之间的桥梁，通过利息率，可以实现货币的现值和未来价值的换算。¹1907 年费雪的另一部专著《利息率：本质，决定及其与经济现象的关系》通过对利息率的本质和决定因素的分析进一步研究了资本收入与资本价值的关系，使资本价值评估框架进一步完整和系统化，进一步奠定了价值评估理论的基础。1930 年，费雪的《利息理论》进一步指出：在确定性情况下，一个投资项目的价值就是未来预期现金流量依照一定风险利率折现后的现值；如果把建立企业也看做是一种投资的话，企业的价值就是企业所能带来的未来收入流量的现值。²这就形成了最早的现金流量折现（DCF）模型。费雪的资本价值评估理论为价值评估理论的发展奠定了基础。

费雪的资本价值评估理论在实践中很难应用，因为该理论的前提是企业未来的收益和企业资本的机会成本是确定的。但在现实中，企业面临的生存环境是变化的、不确定的，企业未来的收益和企业资本的机会成本也是不确定的，费雪资本价值评估理论的前提难以成立。

1.2.1.2 莫迪利安尼和米勒的价值评估理论

针对费雪的资本价值评估理论的不足之处，1958年，莫迪利安尼（F. Modigliani）和米勒（M. H. M. Miller）（以下简称MM）发表了《资本成本、公司

1 Irving Fisher, The Nature of Capital and Income, New York: The Macmillan Co. 1906.

2 Irving Fisher, The Theory of Interest, New York: The Macmillan Co. 1930.

理财和投资理论》，第一次成功回答了在不确定情况下企业价值和资本结构的关系问题，第一次科学提出了企业价值的定义和企业价值的评估方法，标志着现代企业价值评估理论的建立。在这篇文章中，MM对不确定流量的资本化率进行了定义，把企业加权资本成本率作为企业价值评估的资本率。根据MM的定义，企业价值是企业的市场价值，由企业股票与企业债权的市场价值构成，即企业价值 $(V) = \text{企业股权市价}(S) + \text{企业债权市价}(D)$ 。MM理论还认为：无税条件下，融资决策对企业价值没有影响，企业价值主要取决于投资决策。³另外，MM理论还首次将套利理论应用于企业价值研究。在1963年，MM针对1958年文章的不足，又发表了《公司所得税和资本成本：一个更正》，指出如果存在公司所得税，则会出现不同结果，因为债务利息的抵税效应将减少所得税现金流出，进而提高企业价值。MM理论确立了现金流量折现模型的完整理论框架，在企业价值评估理论的历史上具有重要意义。

1.2.1.3 拉巴波特的股东价值理论

DCF模型提出后，拉巴波特（Alfred Rappaport）在1986年出版了《创造股东价值》，提出了自由现金流量模型，将DCF模型的研究向前推进了一步。该著作同时指出要提高企业价值应该从战略构造着手，进行投资组合审查与资源配置，恰当设计绩效评估方法与薪酬方案，以便管理者的利益和股东的利益相一致，另外还要加强与管理者的沟通。⁴后来拉巴波特还提出应用计算机程序进行DCF估计的模型，被称作拉巴波特模型（Rappaport Model）。

1.2.1.4 梅耶斯的调整现值理论

为提高企业价值的现值，在一定程度上抑制公司估值标准技术不同带来的一系列效应，1974年美国麻省理工管理学院（Sloan School of Management）的梅耶斯（Myers）教授提出了衡量企业价值的调整现值方法（adjusted present value, APV），该方法被称为DCF的替代方法，与DCF方法相比，APV方法是一个进步。该方法将项目的每项现金流量分为两部分：第一，无杠杆作用（全部为权益资本）的营业现金流量；第二，与项目融资联系的现金流量。对这两部分进行估价，得出 $APV = \text{无杠杆作用项目价值} + \text{项目融资价值}$ ，对现金流量进行分类是为了采取不同的贴现率。APV法首先假设项目全股权融资，算出一个基本现值，

3 Modigliani. F and M. H. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment (J). American Economic Review, June 1958.

4 Rappaport A. Creating Shareholder Value (M). Free Press, 1986.

然后根据计划采取的财务策略引起的价值增减进行调整，得出最后的调整现值。

⁵ APV 法避免了将不同性质的资本成本加权平均可能引起的较大误差，但由于它的琐碎和复杂，以及它在调整资本化率的问题上面临着与 DCF 方法同样的难题，实际应用效果并不乐观。

1.2.2 国内相关研究综述

年季峰、武晓玲对公司价值评估中管理者柔性的价值评估进行了研究，指出：现在公司价值评估方法往往没有考虑到对管理者柔性价值的定价问题；由于管理者柔性价值定价是一种类似期权的定价，因此可运用期权定价模型来评估管理者柔性的价值，完善公司价值评估模型。⁶

颜志刚从自由现金流的角度对企业价值评估进行了分析，提出了企业的价值主要取决于未来的自由现金流量，而自由现金流量是企业经营产生的现金流量，同时提出了价值分析流程，⁷如图 1-1 所示：

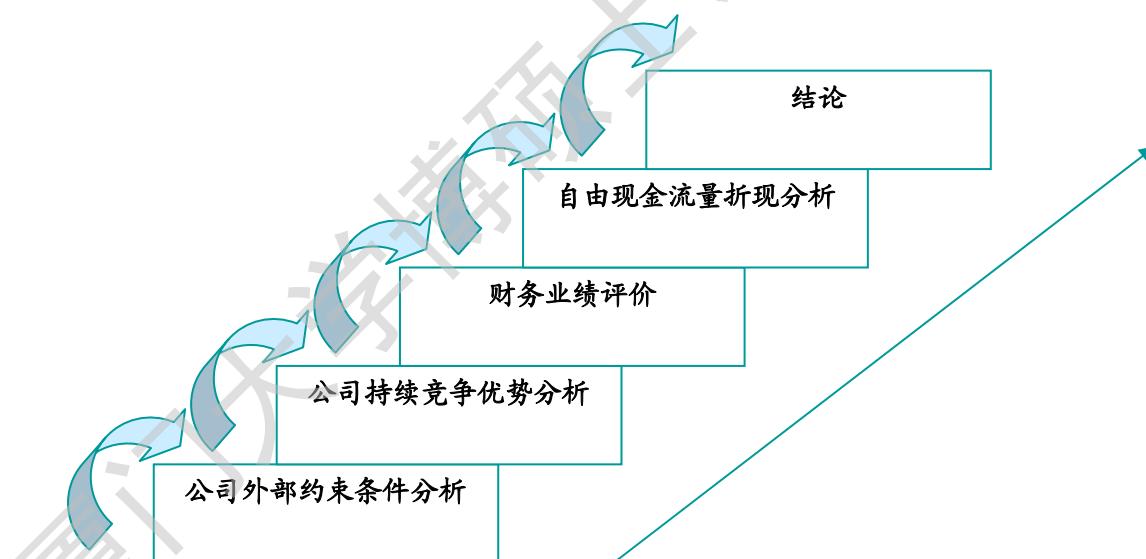


图 1-1 价值分析流程图

胡国鹏研究表明，EVA 评估模型的优点是通过会计调整尽量剔除会计失真的影响，能够真实的反映企业的经营业绩，只有在 $EVA > 0$ 时才为股东创造了价值，反之， $EVA < 0$ 时则该企业摧毁了股东的财富；缺点是由于调整项目过于复杂而

⁵ Myers „Dividend Policy,Growth,and the Valuation of Shares.Journal of Business September,1994.

⁶季峰,武晓玲.公司价值评估中管理者柔性的价值评估研究.山西经济管理干部学院,2006,(9)

⁷颜志刚.企业价值评估中自由现金流量分析.韶关学院学报,2007,(5)

且不符合某些会计原则，没有统一调整的标准，而且这些调整可能并不符合成本效益原则和谨慎原则，由于没有形成一套统一的、公认的可供操作的方法体系，因此，EVA 的应用和发展受到了一定程度的制约。⁸

总体来说，针对本项研究的核心问题，即：如何根据当前约束体制和国内外企业间竞争的新要求，设计提高公司整体价值、完善投资决策的多方补偿机制，探讨公司估值体系高效运行的可行管理模式，并提出有针对性的政策建议，目前国内外的理论探讨已经较为成熟，但仍存在一些缺陷，系统总结不同行业不同企业、同一行业不同企业估值过程及结论的具体的实证研究也还不够。本文将针对已有研究的上述不足设计解决框架，力求使本研究具有明确的针对性和较强的政策含义。

1.3 研究目标、内容与方法

1.3.1 研究目标

本文研究的总体目标如下，即以新宁物流上市公司的估值体系为例，实证分析企业发展前景以及企业经营状况，同时利用分析工具及相关财务指标，进行公司财务层面分析，在此基础上提出提高公司估值系统利用效率的建议。

1.3.2 研究内容

在确定上述研究目标的基础上，本文所研究的具体内容，主要包括以下几个方面：

(1)以企业价值与价值评估为基础，分析公司估值的相关模型与理论，根据公司不同投资策略，进行系统性分析。在上述理论分析基础上，研究物流企业价值评估影响因素，从理论上证明其对公司业绩可持续性增长的作用程度。

(2)新宁物流估值体系的实证分析。首先，讨论物流行业发展环境；其次，进行新宁物流的基本层面分析以及财务层面分析；再次，进行二阶段股权自由现金流量估值分析。

1.3.3 研究方法

本文以现状剖析为基础，采取理论分析和实证分析相结合的研究方法，具体

⁸胡国鹏.EVA 在上市公司价值评价中的应用——理论模型与实证分析：[学位论文].重庆：重庆大学，2005，5-8

运用管理、会计学等学科理念，揭示公司价值评估职能执行中“价值效应”产生影响的基本原理，并通过实证调查检验，证明新宁物流基本层面和财务层面的影响因素对估值体系的影响程度。

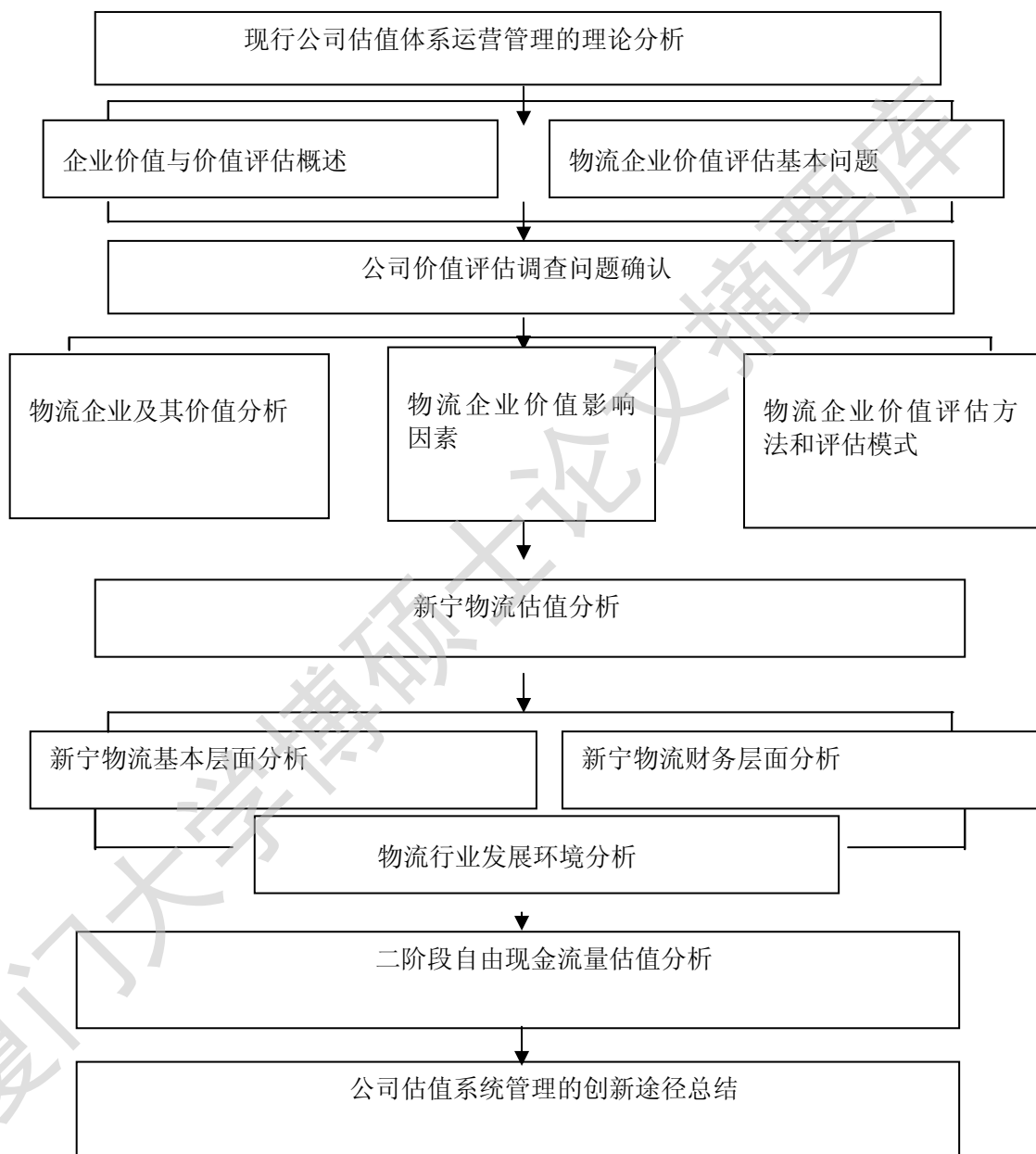


图 1-2 研究框架图

1.4 可能的创新和不足

1.4.1 可能的创新之处

1. 本文探讨我国公司估值体系理论以及实践现状，同时，从公司价值评估

技术手段、影响因素、操作模式、估值标准选择等环节，较详细探讨了“公司估值”的作用机理。

2. 以描述性统计分析、对比统计分析等方法，在检验物流类上市公司新宁物流公司价值评估方面执行现状的基础上，建议推广理论及实践分析中效果最优的企业价值体系评定模式，通过二阶段自由现金流量估值比较分析，提供基于评价结果的投资决策。

1.4.2 难点与不足之处

1. 物流类上市公司估值方式及相关管理政策的选择受地域因素影响较大，使得结果难以让所有区域的决策者接受。

2. 宏观金融政策环境的变化可能影响原有公司估值模式的新的效果，管理机制细节操作需不断完善，价值评估各环节重点也应随之调整。由于研究者本身知识范畴、研究水平、能力的限制，本文所提出的适用于物流类行业的价值评定管理方式的构想，可能不具备较强的长远性。

第二章 物流企业价值与价值评估相关理论

前文介绍了本文的研究背景和意义，对国内外相关研究进行了综述，针对当前公司价值评估体系的不足提出了本文的研究目标、内容与方法。本文将物流企业价值与价值评估相关理论分析单列一章，这是从本文的研究对象——公司估值体系，基于创新公司估值模式、提供投资策略的角度提出了本文的研究框架。

2.1 企业价值与价值评估概述

2.1.1 企业价值概述

2.1.1.1 企业价值的内涵

企业价值是指企业作为一种商品的货币表现，企业价值主要包括企业市场价值和企业内在价值两种。在国际评估准则中，市场价值是指“在信息完全、行动谨慎并且由不受强迫的交易者组成的资本市场上，经过合理的市场营销期自愿交易的买方和卖方在评估基准日正常交易的情况下达成交易时资产的价值”。在上市公司中，企业的市场价值表现为企业股票的市场价值加上企业的债权价值。在实务中，企业的内在价值被广泛使用。企业的内在价值被理解成企业所能创造出的价值，关注点主要在于企业的未来盈利水平。企业的市场价值由企业的内在价值决定，但由于受到客观因素和投资者主观判断的影响，市场价值往往会偏离内在价值。本文选用企业内在价值的含义进行研究，将价值评估模型计算出的企业内在价值与市场价值进行对比，据此判断企业股票是否具有投资价值。

2.1.1.2 企业价值的影响因素

影响企业价值的因素是多方面的，概括起来可以分为两类：企业外部环境和企业内部获利能力。

1. 企业外部环境

外部环境是企业价值创造的起点，也是企业价值实现的终点，企业要实现价值的持续增长需要有良好的外部环境作保障。企业外部环境根据自上而下的顺序可分为国家的经济状况、地区的经济状况以及企业所在行业的状况。

(1) 国家经济状况

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库